

分析师： 刘元瑞 (8621)68751219 dengying@cjsc.com.cn 执业证书编号： S0490209080266

联系人： 邓莹 (8621)68751219 dengying@cjsc.com.cn

工业炉窑节能方案运用之先行者

事件描述

天立环保（300156）拟首次在深圳创业板公开发行人民币普通股 2005 万股，占发行后总股本的 25%

事件评论

- 公司是一家为电石、铁合金、钢铁等高耗能、高污染行业炉窑密闭清洁生产及炉气余热循环利用提供系统技术应用的的高新技术企业。公司主要提供大型节能环保型密闭炉系统技术、高温炉气净化及综合利用技术两大系列产品。公司业务规模扩展迅速，客户中认可度不断提升，品牌优势明显增强，市场竞争力大幅提高。
- 节能减排是“十二五”期间重点要发展方向，在政策和投入资金上都将得到国家的大力。国家大力进行结构调整和产业升级，重点扶持新能源、节能减排等新兴产业，强调发展循环经济。我们预计减排的力度在“十二五”期间将会更加提高，在减排力度加大的同时，必然渴求节能解决方案的大规模使用，将对提供节能解决方案的企业将形成利好。
- 公司是我国为数不多的工业炉窑节能环保系统解决方案的先行者和应用专家，由于我国工业炉窑长期高污染、高能耗的生产现状已经严重制约了工业化发展的进程，因此，淘汰落后技术设备，发展低能耗、低污染的工业炉窑在我国是刻不容缓的事情，也是为了实现我国节能减排目标的必备条件，因此将得到大力发展。
- 公司本次拟申请公开发行 2,005 万股人民币普通股（A 股），占发行后总股本的 25%。募集资金将用于“工业炉窑炉气高温净化与综合利用项目”、“节能环保密闭矿热炉产能建设项目”和“研发中心项目”三个项目的建设，以及其它与主营业务相关的营运资金项目。
- 我们预计公司 2010-2012 年业绩分别为 1.12 元、1.53 元和 2.12 元。公司是 A 股为数不多做工业炉窑的企业，目前正值国家节能减排风头正，公司伴行业之大势，为国家环保事业添砖加瓦，考虑到 A 股市场上环保设备提供公司 2010 年的估值水平为 48 倍，由于公司在行业中的市场地位高，节能减排为政策支持，我们给予公司 2010 年 38-42 倍估值，对应股价为 42.56-47.04 元/股。

公司概况

工业炉窑节能环保专家

公司是一家为电石、铁合金、钢铁等高耗能、高污染行业炉窑密闭清洁生产和炉气余能余热循环利用提供系统技术应用的高新技术企业。公司主要提供大型节能环保型密闭炉系统技术、高温炉气净化及综合利用技术两大系列产品。

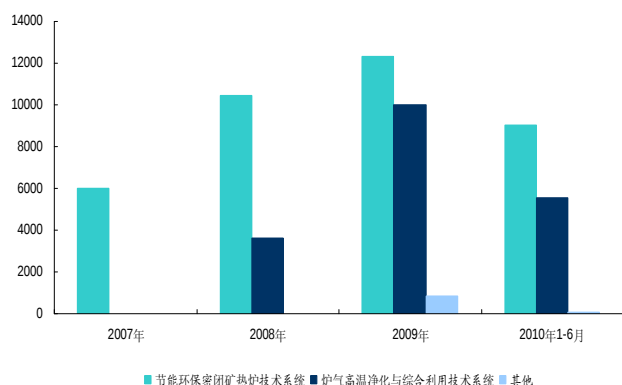
公司业务规模扩展迅速，客户中认可度不断提升，品牌优势明显增强，市场竞争力大幅提高。最近三年在细分行业的市场占有率得到快速提升，市场占有率分别为 2.14%、10.60%和 19.83%

表 1: 公司主营业务构成情况一览

项目	2007 年		2008 年		2009 年		2010 年 1-6 月	
	金额 (万元)	比例	金额 (万元)	比例	金额 (万元)	比例	金额 (万元)	比例
节能环保密闭矿热炉技术系统	5978.90	100%	10473.02	75%	12291.21	53%	9022.32	62%
炉气高温净化与综合利用技术系统	0	0%	3584.30	25%	10023.45	43%	5571.97	38%
其他	0	0%	0.00	0%	863.22	4%	50.28	0%
合计	5978.90	100%	14057.31	100%	23177.88	100%	14644.58	100%

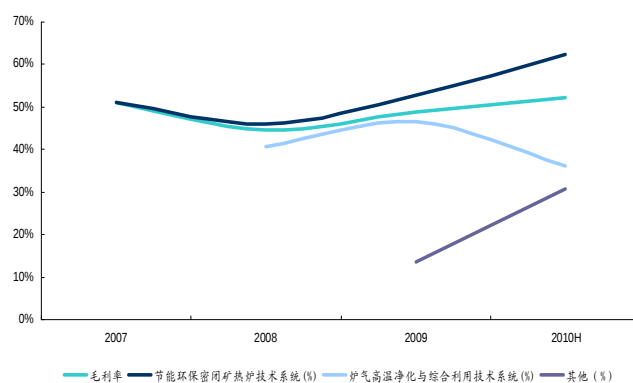
资料来源：长江证券研究所

图 1: 公司主营业务收入变化情况



资料来源：招股书，长江证券研究所

图 2: 公司主营业务毛利率变化情况

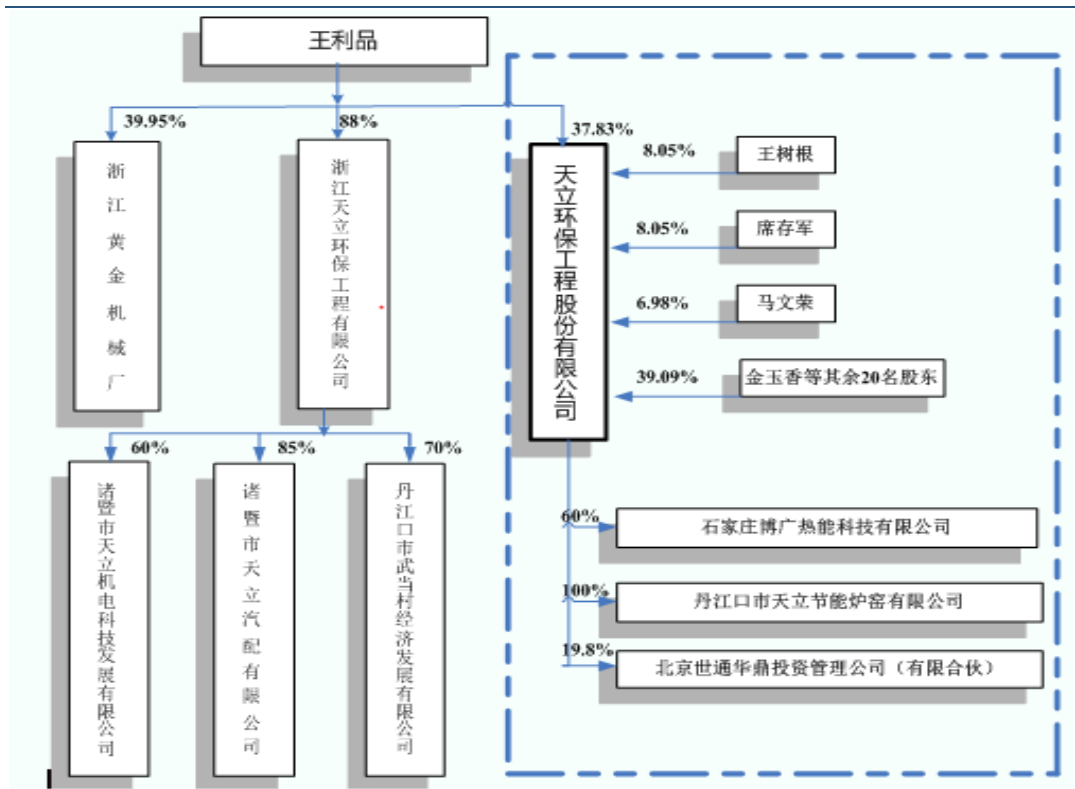


资料来源：招股书，长江证券研究所

技术型高管确保行业领先地位

公司多位高管均为技术出身，董事长王利品先生为公司核心技术人员。公司是北京市首批重新认定的高新技术企业，获得了“2008 年全国环保品牌影响力企业”、“中国节能减排技术创新专家”、“自主创新企业”、“全国环境影响最具潜力企业”、“北京市火炬计划项目”、“北京市高新技术科技成果转化项目”、“节能减排专项资金奖励”等多项荣誉称号和奖项，并通过了 ISO9001:2000 质量管理体系认证。2010 年公司 33000KVA 密闭电石炉节能减排系统技术经中国环境保护产业协会认定具有创新性和市场应用前景，填补了国内空白。

图 3：公司股权结构图



资料来源：招股书

表 2：公司发行前后股本结构

股东名称	发行前股本结构		发行后股本结构	
	持股数（股）	持股比例	持股数（股）	持股比例
王利品	22753133	37.83%	22753133	28.37%
王树根	4842262	8.05%	4842262	6.04%
席存军	4842262	8.05%	4842262	6.04%
马文荣	4196627	6.98%	4196627	5.23%
金玉香	3000000	4.99%	3000000	3.74%
康路	2800000	4.66%	2800000	3.49%
张军	2470524	4.11%	2470524	3.08%
王侃	2259722	3.76%	2259722	2.82%
李福华	2000000	3.32%	2000000	2.49%
其他	10985470	18.25%	10985470	13.70%
本次拟发行的股份			20050000	25%
合计	60150000	100%	80200000	100%

资料来源：招股书

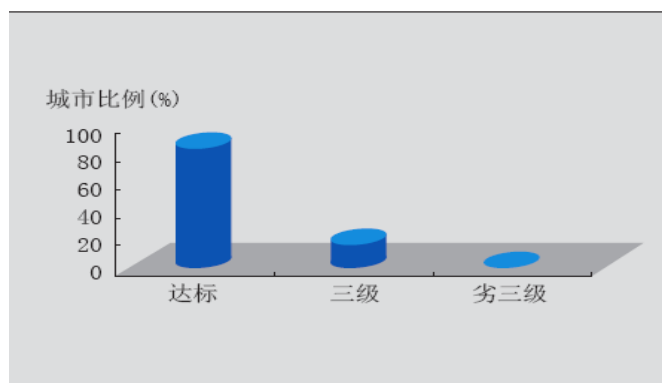
节能减排方针要求节能解决方案大规模使用

节能减排提高在即，对环保公司形成利好

节能减排首先被提出来是在“十一五”规划中，《国民经济和社会发展第十一个五年规划纲要》提出了“十一五”期间单位国内生产总值能耗降低 20% 左右，主要污染物排放总量减少 10% 的约束性指标。《节能减排综合性工作方案》中，按照国家相关部门提出主要目标：“到 2010 年，万元国内生产总值能耗由 2005 年的 1.22 吨标准煤下降到 1 吨标准煤以下，降低 20% 左右；单位工业增加值用水量降低 30%。”

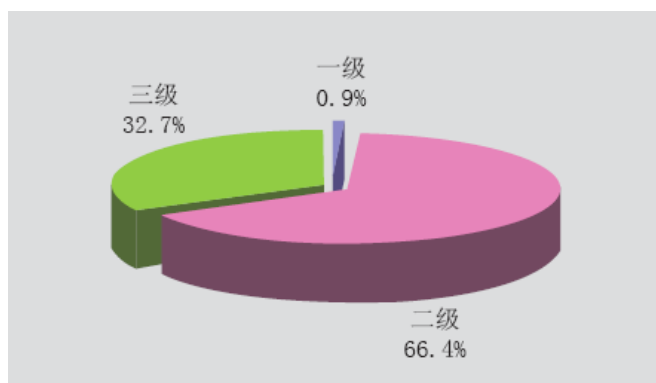
节能减排是“十二五”期间重点要发展方向，在政策和投入资金上都将得到国家的大力。国家大力进行结构调整和产业升级，重点扶持新能源、节能减排等新兴产业，强调发展循环经济。我们预计减排的力度在“十二五”期间将会更加提高，在减排力度加大的同时，必然渴求节能解决方案的大规模使用，我国已经确定了 2020 年碳排放强度降低 40%-45% 的目标，这一目标的实现对 GDP 的影响约在 1% 以内。因此在“十二五”期间，我们预期国家对于节能减排的要求将进一步提高，对提供节能解决方案的企业将形成利好。

图 3：2009 年可吸入颗粒物浓度分级城市比例



资料来源：2009 年环境状况公报，长江证券研究所

图 4：2009 年重点城市空气质量级别比例



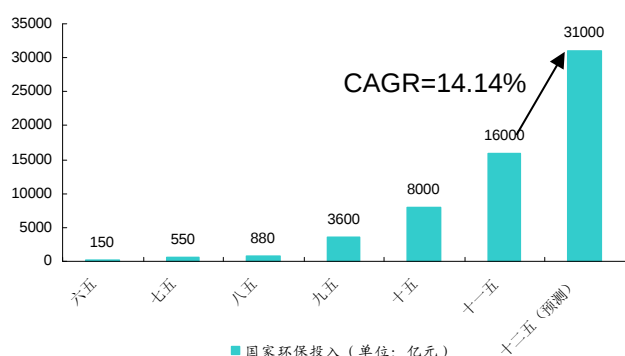
资料来源：2009 年环境状况公报，长江证券研究所

国家政策和投入上大力支持节能环保

由于国家前些年大部分精力都放在发展经济上，对工业高速发展的负面影响预防不足，使得资源短缺、环境污染和生态破坏的事件频频发生，国家从“十一五”就开始加大对节能环保的重视，出台了相关的法规和政策引导节能环保行业的发展。从政策层面上，节能环保列为七大战略性新兴产业的首位，又是国家未来的支柱性产业，未来市场空间广阔，而作为国家重点发展方向的节能环保产业也将不缺乏政策刺激。

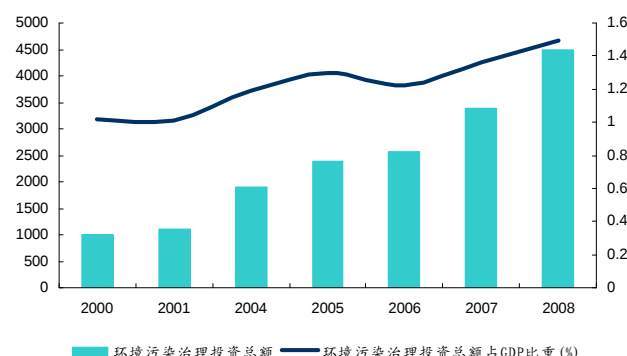
“十二五”期间我国规划环保投资要达到 3.1 万亿，到 2015 年环保产业要占到 GDP 产值 7% 左右。按照上述规模测算，环保投入的 CAGR 将达到 14.14%。

图 5：国家环保投入大幅提升



资料来源：长江证券研究所

图 6：环保投入逐年加大且占 GDP 比重逐年提高



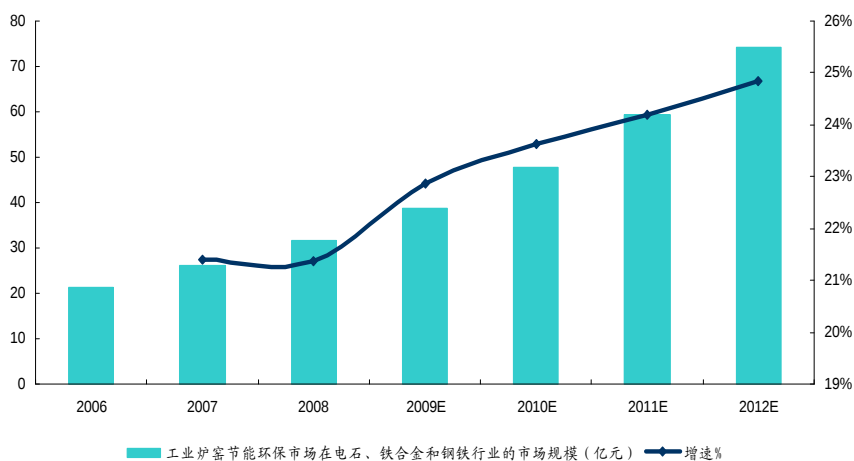
资料来源：中国环保年鉴，长江证券研究所

天立环保：工业炉窑节能解决方案应用专家

工业节能炉窑发展前景大

天立环保是我国为数不多的工业炉窑节能环保系统解决方案的先行者和应用专家，由于我国工业炉窑长期高污染、高能耗的生产现状已经严重制约了工业化发展的进程，因此，淘汰落后技术设备，发展低能耗、低污染的工业炉窑已经是刻不容缓的事情，也是为了实现我国节能减排目标的必备条件，因此将得到大力发展。

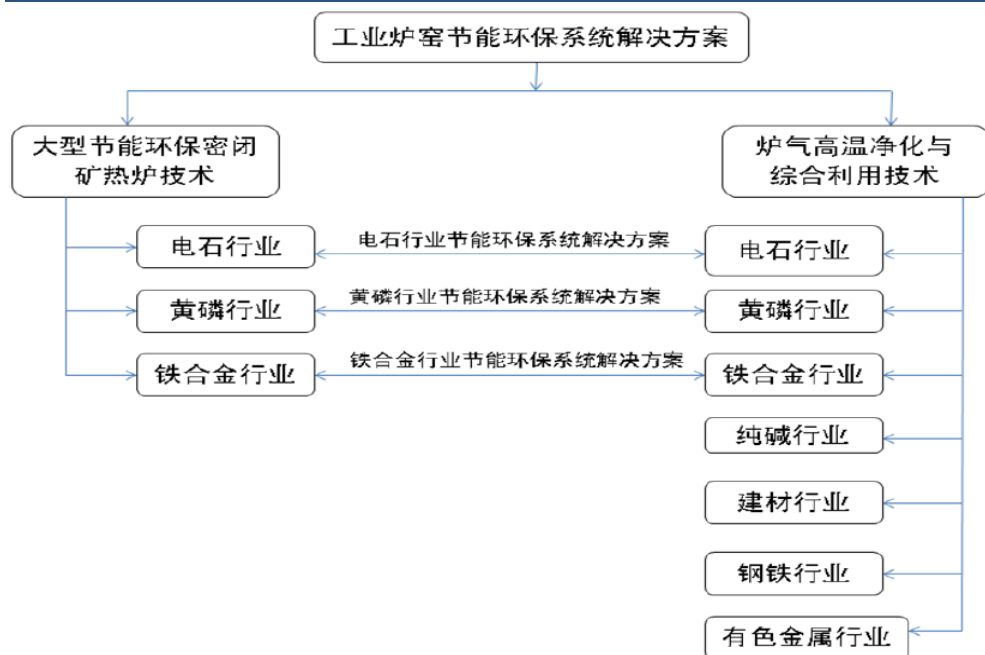
图 7：2006-2012 年工业炉窑节能环保市场预测



资料来源：汉鼎咨询，长江证券研究所

由于工业炉窑是主要污染排放源之一，是我国的耗能大户。目前我国共有各类工业炉窑（不含锅炉）约 11 万台，占全国工业总能耗的 60%。其中污染最严重的是电石行业，每年产生的炉窑尾气超过 150 亿立方米，绝大部分被直接燃烧排放，形成 1200 万吨二氧化碳和 90 余万吨粉尘，其中粉尘含量超过了国家标准的 400 倍左右，严重破坏了生态环境，同时造成能源极大的浪费，每年因此相当于损失 240 万吨标煤。

公司提供工业炉窑节能环保系统解决方案运用的范围可以运用于电石、黄磷、铁合金和钢铁的高耗能行业，因此在国家“十二五”节能减排规划出台之后，公司的大型节能环保密闭矿热炉技术和炉气高温净化与综合利用技术将会得到大规模的运用，公司业绩将会有突飞猛进的增长。

图 8：工业炉窑节能环保系统解决方案


资料来源：招股书，长江证券研究所

国家政策支持工业炉窑的发展

从 2004 年开始国家发改委将燃煤工业炉窑改造工程和余热余压利用工程确定为我国十大重点节能工程，在“十一五”期间，我国提出了一系列的政策对于工业炉窑的支持。

同时国家修订了重污染行业的准入条件，对各项环保指标均提出了严格的要求，制定了企业在资源综合利用方面的税收优惠政策，以促进产业结构升级，形成“资源-产品-再生资源”和“生产-消费-再循环”的经济增长模式，最终达到以较小发展成本获取较大的经济效益、社会效益和环境效益的目标。

表 4：国家政策大力支持工业炉窑节能环保服务

生效年份	相关政策和法律法规名称	备注
1989 年	《中华人民共和国环境保护法》	中华人民共和国主席令第二十二号
1996 年	《国家工业炉窑大气污染物排放标准》（GB9078-1996）	国家环境保护局、国家技术监督局
1996 年	《大气污染物综合排放标准》（GB16297-1996）	国家环境保护局
1998 年	《联合国气候变化框架公约》京都议定书	三十九个缔约国
2000 年	《中华人民共和国大气污染防治法》	中华人民共和国主席令第三十二号
2003 年	《中华人民共和国清洁生产促进法》	中华人民共和国主席令第七十二号
2004 年	《当前优先发展的高技术产业化重点领域指南》	国家发改委、科学技术部、商务部
2004 年	《节能中长期专项规划》	国家发改委
2006 年	《国务院关于加强节能工作的决定》	国务院
2006 年	《国家科学技术长远发展规划》	国务院
2006 年	《“十一五”十大重点节能工程实施意见》	国家发改委、科学技术部、国家环境保护总局等八个部门

2006 年	《国家节能技术大纲（2006 年）》	国家发改委、科学技术部
2007 年	《中华人民共和国节约能源法》	中华人民共和国主席令第七十七号
2007 年	《电石行业准入条件（2007 年修订）》	国家发改委
2007 年	《国家发改委关于做好中小企业节能减排的通知》	国家发改委
2007 年	《国务院关于印发节能减排综合性工作方案的通知》	国务院
2008 年	《铁合金行业准入条件（2008 年修订）》	国家发改委
2009 年	《中华人民共和国循环经济促进法》	中华人民共和国主席令第四号
2009 年	《钢铁产业调整和振兴规划》	国务院
2009 年	《石化产业调整和振兴规划》	国务院
2009 年	《2009 年节能减排工作安排》	国务院
2009 年	《钢铁工业发展循环经济环境保护导则》	环境保护部
2009 年	《清洁生产标准钢铁行业（铁合金）》	环境保护部

资料来源：招股书，长江证券研究所

行业壁垒决定公司高市场份额

► 技术壁垒

工业炉窑节能环保技术应用于工业炉窑清洁生产设备和尾气回收利用装置，工艺复杂，过程控制严格，系统协调标准高，任何一个环节的技术设计出现偏差，都会影响到工业炉窑整体运行的可靠性、安全性和节能减排的指标。新进入本行业的企业缺乏技术和实践经验的积累，很难直接开展高端技术的研发和测试工作，因此，经验技术的积累是新加入本行业者短期内无法逾越的壁垒。

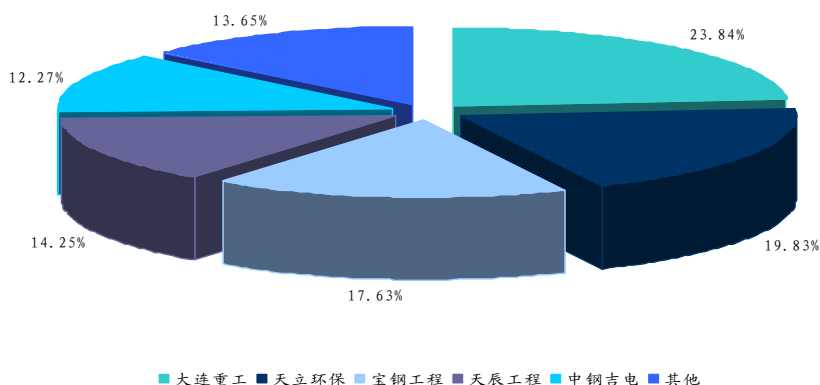
► 资金壁垒

工业炉窑节能环保行业在资金方面的要求较高，没有一定的资金投入进行技术创新和产能建设，企业难以具备在行业中持续发展的能力。持续技术研发投入、固定资产投资和项目运营都需要大量资金投入，对本行业新进入者设立了较高的资金壁垒。

► 市场壁垒

工业炉窑节能环保技术服务是一项系统工程，资金投入量大，技术成熟度要求高，整体工程难度大、周期长。为了能够综合比较供应商实力，客户一般采取招投标形式选择供应商。这种严格的服务提供商考量标准，对新进入本行业者形成了极强的市场壁垒。

图 9：公司在工业炉窑细分市场份额占比名列第二



资料来源：招股书，长江证券研究所

募投项目分析

公司本次拟申请公开发行 2,005 万股人民币普通股（A 股），占发行后总股本的 25%。募集资金将用于“工业炉窑炉气高温净化与综合利用项目”、“节能环保密闭矿热炉产能建设项目”和“研发中心项目”三个项目的建设，以及其它与主营业务相关的营运资金项目。

表 5：募投项目

项目名称	投资总额（万元）	拟用募集资金投入金额（万元）	项目履行的审批、核准或备案程序
工业炉窑炉气高温净化与综合利用项目	5283	4691	诸发改投办备案[2009]69 号备案号：330681090724766108
节能环保密闭矿热炉产能建设项目	8467	5754	丹江口市发展和改革局登记备案项目编码：2009038135600028
研发中心项目	2786	2786	京顺义发改（备）[2009]61 号
其他与主营业务相关的营运资金			

资料来源：招股书，长江证券研究所

工业炉窑炉气高温净化与综合利用项目

本项目由天立环保工程股份有限公司实施，建设期为 18 个月，总投资为 5,283 万元，其中拟用募集资金进行固定资产投资 2,600 万元。

由于公司采用订单式生产、直销模式，产销率为 100%，近三年来公司产能利用率均达 100%。公司的募投项目将在 2011 年投产，2012 年完全达产，

表 6：报告期公司产能、产量、销量情况一览

项目	节能环保密闭矿热炉系统			高温气体综合利用系统		
	产能	产量	销量	产能	产量	销量
2007 年	25	25	25	-	-	-

2008 年	45	45	45	34	34	34
2009 年	58	58	58	75	75	75

资料来源：招股书，长江证券研究所

图 10：工业炉窑气高温净化与综合利用项目进度

时间 工作内容	2010 年 1、2 月	2010 年 3、4 月	2010 年 5、6 月	2010 年 7、8 月	2010 年 9、10 月	2010 年 11、12 月	2011 年 1、2 月	2011 年 3、4 月	2011 年 5、6 月
调研阶段									
工程设计时间									
施工阶段									
生产准备阶段									
试生产阶段									

资料来源：招股书，长江证券研究所

节能环保密闭矿热炉产能建设项目

本项目拟在丹江口市六里坪镇建设年产能 16 台套的 33000KVA 节能环保密闭矿热炉及 4 台套 25500-33000KVA 节能环保密闭矿热炉的生产基地。本项目通过天立环保工程股份有限公司的全资子公司丹江口市天立节能炉窑有限公司实施。项目总投资 8,467 万元，其中拟用募集资金进行固定资产投资 4,000 万元。

图 11：节能环保密闭矿热炉产能建设项目进度

时间 工作内容	2010 年 1、2 月	2010 年 3、4 月	2010 年 5、6 月	2010 年 7、8 月	2010 年 9、10 月	2010 年 11、12 月	2011 年 1、2 月	2011 年 3、4 月	2011 年 5、6 月
调研阶段									
工程设计时间									
施工阶段									
生产准备阶段									
试生产阶段									

资料来源：招股书

研发中心项目

本项目由天立环保工程股份有限公司在北京实施，项目总投资 2,786 万元，其中拟用募集资金投资固定资产 2,676 万元，无形资产投资 110 万元。

图 12：研发中心项目进度

时间 项目	2010 年											
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
购买实验室场地												
实验室装修												
设备安装调试												
人员招聘培训												

资料来源：招股书

盈利预测及投资建议

基本假设：

- 公司募投项目能够顺利投产；
- 公司获取项目的能力保持稳中有升，其中节能环保密闭矿热炉技术系统保持40%增速，炉气高温净化与综合利用技术系统维持35%增速；
- 2011年起所得税率为15%；

根据上述假设，我们预计公司 2010-2012 年业绩分别为 1.12 元、1.53 元和 2.12 元。公司是 A 股为数不多做工业炉密的企业，目前正值国家节能减排风头正，公司伴行业之大势，为国家环保事业添砖加瓦，考虑到 A 股市场上环保设备提供公司 2010 年的估值水平为 48 倍，由于公司在行业中的市场地位高，节能减排为政策支持，我们给予公司 2010 年 38-42 倍估值，对应股价为 42.56-47.04 元/股。

表 7：A 股市场环保设备提供公司估值水平

证券代码	公司简称	股价	EPS (元)			P/E (X)		
			2009A	2010E	2011E	2009A	2010E	2011E
000826.SZ	桑德环境	25.29	0.350	0.496	0.705	72.26	51.00	35.86
000939.SZ	凯迪电力	15.99	0.520	0.545	0.575	30.75	29.31	27.83
002479.SZ	富春环保	28.37	0.574	0.594	0.769	49.45	47.79	36.91
300056.SZ	三维丝	40.87	0.580	0.720	1.129	70.47	56.78	36.19
600388.SH	龙净环保	34.47	1.350	1.253	1.443	25.53	27.51	23.89
300090.SZ	盛运股份	25.37	0.545	0.495	0.623	46.53	51.20	40.70
300090.SZ	盛运股份	25.37	0.545	0.495	0.623	46.53	51.20	40.70
600388.SH	龙净环保	34.47	1.350	1.253	1.443	25.53	27.51	23.89
300072.SZ	三聚环保	45.45	0.710	0.735	1.094	64.01	61.86	41.54
600475.SH	华光股份	22.28	0.462	0.655	0.900	48.23	34.02	24.75
002255.SZ	海陆重工	43.81	0.950	1.169	1.477	46.12	37.46	29.66
行业中值						46.53	47.79	35.86

资料来源：wind，长江证券研究所

风险提示

1. 公司下游客户过于集中，使得公司业务对于前五大客户的依赖性增加。
2. 国家对于电石行业设备更新换代的支持力度有限，造成工业炉窑的扩张增速低于预期。

财务报表及指标预测

利润表（百万元）					资产负债表（百万元）				
	2009A	2010E	2011E	2012E		2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	232	307	430	602	货币资金	113	31	43	60
营业成本	119	161	224	313	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	113	146	207	289	应收账款	25	33	46	64
% 营业收入	48.7%	47.5%	48.0%	48.0%	存货	167	227	314	440
营业税金及附加	0	1	1	1	预付账款	14	20	27	38
% 营业收入	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	其他流动资产	0	0	0	0
销售费用	4	5	7	10	流动资产合计	343	342	475	665
% 营业收入	1.6%	1.6%	1.6%	1.6%	可供出售金融资产	0	0	0	0
管理费用	24	31	44	61	持有至到期投资	0	0	0	0
% 营业收入	10.2%	10.2%	10.2%	10.2%	长期股权投资	0	0	0	0
财务费用	4	2	8	14	投资性房地产	0	0	0	0
% 营业收入	1.8%	0.8%	1.9%	2.3%	固定资产合计	11	205	384	544
资产减值损失	1	1	2	3	无形资产	12	11	11	10
公允价值变动收益	0	0	0	0	商誉	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	递延所得税资产	0	0	0	0
营业利润	80	105	145	200	其他非流动资产	5	5	5	5
% 营业收入	34.5%	34.3%	33.6%	33.2%	资产总计	371	564	875	1225
营业外收支	1	0	0	0	短期贷款	50	127	276	399
利润总额	81	105	145	200	应付款项	28	38	53	75
% 营业收入	34.8%	34.3%	33.6%	33.2%	预收账款	72	96	134	188
所得税费用	6	16	22	30	应付职工薪酬	4	6	8	11
净利润	74	90	123	170	应交税费	3	7	9	13
归属于母公司所有者					其他流动负债	0	1	1	1
的净利润	74.2	89.4	122.8	169.8	流动负债合计	158	275	481	687
少数股东损益	0	0	0	0	长期借款	0	0	0	0
EPS（元/股）	0.93	1.12	1.53	2.12	应付债券	0	0	0	0
现金流量表（百万元）					递延所得税负债	0	0	0	0
	2009A	2010E	2011E	2012E	其他非流动负债	0	0	0	0
经营活动现金流净额	11	60	95	139	负债合计	158	275	481	687
取得投资收益	0	0	0	0	归属于母公司	213	289	394	538
收回现金					所有者权益				
长期股权投资	0	0	0	0	少数股东权益	0	0	0	0
无形资产投资	0	0	0	0	股东权益	213	290	394	539
固定资产投资	-9	-203	-204	-206	负债及股东权益	371	564	875	1225
其他	19	0	0	0	基本指标				
投资活动现金流净额	10	-203	-204	-206		2009A	2010E	2011E	2012E
债券融资	0	0	0	0	EPS	0.925	1.115	1.531	2.118
股权融资	0	0	0	0	BVPS	3.55	4.81	4.91	6.71
银行贷款增加（减少）	40	77	149	123	PE	5.09	4.22	3.08	2.22
筹资成本	10	-16	-27	-40	PEG	0.16	0.13	0.10	0.07
其他	-28	0	0	0	PB	1.33	0.98	0.96	0.70
筹资活动现金流净额	22	62	122	84	EV/EBITDA	3.68	4.05	3.41	2.75
现金净流量	42	-82	12	17	ROE	34.8%	30.9%	31.2%	31.6%

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话	E-mail
伍朝晖	副主管	(8621) 68752398	13564079561 wuzh@cjsc.com.cn
甘 露	华东区总经理	(8621) 68751916	13701696936 ganlu@cjsc.com.cn
王 磊	华东区总经理助理	(8621) 68751003	13917628525 wanglei3@cjsc.com.cn
鞠 雷	华南区副总经理	(8621) 68751863	13817196202 julei@cjsc.com.cn
程 杨	华北区总经理助理	(8621) 68753198	13564638080 chengyang1@cjsc.com.cn
李劲雪	上海私募总经理	(8621) 68751926	13818973382 lijx@cjsc.com.cn
张 晖	深圳私募总经理	(0755) 82766999	13502836130 zhanghui1@cjsc.com.cn
沈方伟	深圳私募总经理助理	(0755) 82750396	15818552093 shenfw@cjsc.com.cn

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 看 好： 相对表现优于市场 中 性： 相对表现与市场持平 看 淡： 相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 推 荐： 相对大盘涨幅大于 10% 谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5%~10%之间 中 性： 相对大盘涨幅在-5%~5%之间 减 持： 相对大盘涨幅小于-5% 无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

重要声明

长江证券系列报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不代表对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告中所评价或推荐的证券没有利害关系。本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。